

بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر درماندگی مالی با تاکید بر انعطاف‌پذیری مالی

پری چالاکي*

استادیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه

غلامرضا منصورفر

دانشیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه

امیر کرمی

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه

چکیده

توانایی مدیریت یکی از متغیرهای تاثیرگذار بر عملکرد مالی و تداوم فعالیت است که می‌تواند منجر به افزایش کارایی و بهره‌وری شود. با توجه به تاثیر بسزایی که توانایی مدیریت در بهبود عملکرد شرکت، سرمایه‌گذاری و ایجاد وجه نقد دارد و با در نظر گرفتن نقش با اهمیتی که نقدینگی شرکت در وضعیت مالی آن ایفا می‌کند، مدیریت شرکت می‌تواند با افزایش انعطاف‌پذیری مالی، شرکت را از درماندگی مالی مصون نگه دارد. هدف پژوهش حاضر بررسی تجربی نقش میانجی‌گری انعطاف‌پذیری مالی در تبیین رابطه بین توانایی مدیریت و درماندگی مالی ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۴ است. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون داده‌های ترکیبی و رگرسیون لاج‌ستیک و به منظور تشخیص نقش میانجی‌گری از آزمون سوبل استفاده شده است. نتایج نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین توانایی مدیریت و انعطاف‌پذیری مالی وجود دارد. همچنین، نتایج حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین توانایی مدیریت و انعطاف‌پذیری مالی با درماندگی مالی شرکت است و نتایج بدست آمده از آزمون سوبل بیانگر آن است که در تبیین رابطه بین توانایی مدیریت و درماندگی مالی، انعطاف‌پذیری مالی نقش میانجی ایفا نمی‌کند. به عبارت دیگر، با وجود اینکه انعطاف‌پذیری مالی به عنوان عنصر مهم و تاثیرگذار بر عملکرد مالی شرکتها می‌باشد اما نمی‌تواند به عنوان میانجی رابطه بین توانایی مدیریت و درماندگی مالی باشد.

واژگان کلیدی: درماندگی مالی، توانایی مدیریت، انعطاف‌پذیری مالی

۱- مقدمه

بررسی و تحلیل تأثیری که توانایی مدیریت از جوانب مختلف بر عملکرد شرکت دارد، مهمترین جنبه بحث این پژوهش است. در جهان پر تلاطم امروزی که سازمانها وجوامع با تحولات شگرف محیطی و تکنولوژی و به تبع آن تجارت جهانی و جهانی شدن روبرو هستند، توان دستیابی به سطح مطلوب و مورد انتظار از عملکرد در هاله‌ای از ابهام فرورفته است. از جمله این تحولات، رقابت روزافزون موسسات برای دستیابی به سود مورد نظر می‌باشد و شرکت‌ها برای ادامه حیات خود مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و گسترش فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید هستند. شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری به منابع مالی نیاز دارند اما منابع مالی و استفاده از آنها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند در مسیر پیشرفت و سودآوری گام بردارد. همچنین باید نگران باشد که مبادا تصمیمات امروز تامین مالی آینده و یا فرصت‌های رشد و پیشرفت شرکت را به خطر اندازد. عدم توجه به این مفهوم در تصمیمات تامین مالی، وضعیت پرمخاطره‌ای را برای شرکت‌ها به وجود می‌آورد، بنابراین شرکت‌ها عموماً نگران وضعیت اعتباری خود هستند. این نگرانی از این بابت است که مبادا در پرداخت اصل و فرع بدهی‌ها ناتوان و با درماندگی مالی^۱ روبرو شوند، این موضوع نه تنها برای خودشان بلکه برای سایر ذینفعان شرکت، سرمایه‌گذاران بالقوه و همچنین اعتبار دهندگان سایر کشورها نیز اهمیت دارد، تا از این طریق بتوانند از وضعیت اعتباری شرکت آگاهی پیدا کنند (محمودآبادی و غیوری مقدم، ۱۳۹۰؛ ۱۲۵). همچنین تشخیص به موقع شرکت‌ها قبل از دچار شدن به درماندگی مالی از اهمیت بالایی برخوردار است چرا که درماندگی مالی منجر به هدر رفتن منابع و عدم بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری شده و هزینه‌های زیادی را به همراه دارد (فتحی و همکاران، ۱۳۹۲؛ ۵۱). این شرایط و قرار گرفتن شرکت‌ها در عرصه رقابت باعث شده تا شرکت‌های ناموفق سریعاً از عرصه رقابت خارج شده (خلیفه سلطانی و اسماعیلی، ۱۳۹۳؛ ۲) و سایر شرکتها موقعیت بهتری برای رقابت بدست آورده و سود بیشتری ببرند. برای آنکه شرکت بتواند در چنین شرایطی تداوم فعالیت خود را حفظ نماید نیازمند منابع مالی و تامین مالی می‌باشد تا پاسخگوی نیازهای خود بوده و به ادامه حیات خود کمک کند.

علاوه بر این، بنگاه‌های اقتصادی در طول دوره عمر عملیاتی خود دچار فراز و نشیب‌هایی می‌شوند و همواره برخی از آنها به دلیل عملکرد قوی خود به عنوان واحدهای موفق و برخی نیز به علت عملکرد ضعیف خود به عنوان واحدهای ناموفق شناخته می‌شوند و طبیعتاً به هر طریق ممکن سعی می‌کنند که از این وضعیت خارج شده، اوضاع مالی خود را سامان دهند که در غیر این صورت، ورشکستگی^۲ عاقبتی است که در انتظار آنها می‌باشد (العطار^۳ و همکاران، ۲۰۰۸؛ ۴). از آنجا که درماندگی مالی متفاوت از ورشکستگی و یک مرحله قبل از آن است و شرکتهای درمانده لزوماً ورشکسته تلقی نمی‌شوند، در این حالت اگر هم شرکت شدیداً درمانده شده باشد باز هم توان بازپرداخت بدهی‌ها را در تاریخ سررسیدی که متعاقباً توسط مذاکره مجدد تعیین می‌شود، دارد ولی

در حالت ورشکستگی این توانایی وجود ندارد و شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها ناتوان است. به عبارت دیگر، در حالت درماندگی مالی ناتوانی شرکت برای بازپرداخت بدهی‌ها موقت بوده ولی در حالت ورشکستگی، دائمی می‌باشد. در حالت ورشکستگی فعالیت شرکت متوقف شده و به اهداف از پیش تعیین شده خود نمی‌رسد، یعنی دچار حالت مرگ می‌شود، در واقع ورشکستگی آخرین مرحله چرخه حیات شرکت می‌باشد ولی در حالت درماندگی شرکت تنها نشانه‌هایی از بیماری مالی را نشان می‌دهد و هنوز دچار مرگ نشده و می‌توان اقداماتی را جهت بهبود آن انجام داد. همچنین بر خلاف ورشکستگی، درماندگی مالی به روال قانونی یک کشور بستگی ندارد و جزو مراحل اولیه ورشکستگی می‌باشد و به شرکت بدون تحمل هزینه‌های مستقیم و اداری ورشکستگی، اجازه واکنش و بهبود را می‌دهد (منصورفر و همکاران، ۱۳۹۲؛ ۷۶).

با توجه به موارد فوق، تعیین عوامل موثر بر درماندگی مالی ارزیابی و صحت تاثیر آنها بر درماندگی مالی هم از دیدگاه سرمایه‌گذاران خرد، سرمایه‌گذاران خصوصی و شرکت و هم از دیدگاه کلان وضعیت اقتصادی و اجتماعی جامعه بسیار حائز اهمیت است. با این حال پژوهش‌های کمی در مورد درماندگی مالی و عوامل موثر بر آنها صورت گرفته است که شاید دلیل آن عدم وجود تعاریف مشخص و ملموس و جدایی کامل روشهای پیش‌بینی آن از ورشکستگی می‌باشد.

از طرفی تعیین دقیق دلیل یا دلایل درماندگی مالی در هر مورد کار آسانی نیست و به وسیله عوامل مختلف و مرتبط با هم تعیین می‌شود، عموماً درماندگی مالی شامل عوامل درون و برون سازمانی است، عوامل برون سازمانی عواملی هستند که به وسیله شرکت قابل کنترل نیستند ولی موجبات مشکلات مالی شرکت را فراهم می‌سازند، از جمله این عوامل تغییر در ساختارهای اقتصادی، نوسانات تجاری (ناسازگاری بین تولید و مصرف، کاهش در میزان فروش، تورم و افزایش نرخ بهره) مشکلات مرتبط با تامین مالی، رویدادها و بلاهای طبیعی و شدت در رقابت را می‌توان ذکر کرد. از عوامل درون سازمانی می‌توان به مواردی همچون اشتباه مدیران و یا ناتوانی مدیر در انجام تصمیمات مدیریت گذشته که می‌توان به نمونه‌هایی همچون فروش نسبی بیش از حد و مدیریت ناکارآمد (فقدان آموزش، تجربه، توانایی و ابتکار مدیریت در عرصه رقابت و تکنولوژی و منابع و خطاهای مدیریت)، ناتوانی در مدیریت اثر بخش سرمایه، خیانت و تقلب اشاره کرد (کميجانی، ۱۳۸۵؛ ۲۴). حال یکی از عوامل مهمی که بر تمام جنبه‌های عملکرد یک شرکت تاثیر بسزایی دارد، مدیریت شرکت می‌باشد که توانایی بالای آن و قدرت درک بهتری که از شرایط داخلی و خارجی شرکت دارد، علاوه بر برآوردهای باکیفیتی که انجام می‌دهد، به واسطه شناخت و قدرت درک خود، پروژه‌های سودآور را شناسایی کرده و با سرمایه‌گذاری در این طرح‌ها، جریان‌های نقد عملیاتی و عملکرد شرکت را نیز بهبود می‌بخشد (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳؛ ۴۶۶). توانایی مدیران به طور مستقیم بر عملکرد شرکت اثر گذاشته و به تبع آن تصمیمات استفاده‌کنندگان را نیز تحت تاثیر قرار می‌دهد، همچنین مدیران به عنوان مباشران سهامداران باید پیگیر فعالیت‌هایی باشند که تداوم فعالیت و سودآوری شرکت را در

پی دارد، از طرفی انتخاب ساختار مطلوب سرمایه و شیوه‌های مختلف تامین مالی، دغدغه اصلی مدیران شرکتها است. ساختار نامناسب در هرشرکتی به ویژه در شرکتهای کوچک، زمینه‌های مختلف فعالیت شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد و می تواند به بروز مسائلی نظیر عدم کارایی در بازاریابی محصولات، ناتوانی در به کارگیری مناسب، درماندگی مالی و موارد مشابه اشاره کرد. در مطالعات اخیر شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد مشکلات نقدینگی از عوامل موثر بحران مالی شرکتها محسوب می‌شود (کردستانی و همکاران، ۱۳۹۰؛ ۱۹۱). در این باره مولینا و پریو^۴ (۲۰۰۹؛ ۶۶۹) استدلال می‌کنند که شرکتهای درمانده مالی به وجوه نقد نیازمند هستند و در استدلال دیگر این اعتقاد وجود دارد که شرکتهای درمانده درگیر کساد مالی هستند و دستیابی به جریان‌های نقدی در آنها به شدت پایین است و نمی‌توانند به تعهدات مالی خود عمل کنند (اوتچوا^۵، ۲۰۰۷؛ ۹). بنابراین داشتن جریان‌های نقد کافی برای شرکت از الزامات انکارناپذیر بوده و بر اساس پژوهش مهرانی و همکاران (۱۳۹۴؛ ۴۸) سنجه‌های نقدینگی یکی از ابعاد انعطاف‌پذیری مالی محسوب می‌شوند، دی آنجلو (۲۰۰۷) در پژوهش خود اظهار کرد انعطاف‌پذیری مالی توانایی شرکت به منظور رویارویی با وقایع غیر منتظره در جریان وجوه نقد است. به عبارت دیگر، انعطاف‌پذیری مالی عبارت است از توانایی واحد تجاری مبنی بر اقدام موثر جهت تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی آن؛ به گونه‌ای که واحد تجاری بتواند در قبال رویدادها و فرصت‌های غیر منتظره واکنش نشان دهد. اتخاذ تصمیمات اقتصادی توسط استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، مستلزم ارزیابی توان واحد تجاری برای ایجاد وجه نقد و زمان قطعیت ایجاد آن است که ارزیابی توان ایجاد وجه نقد از طریق تمرکز بر وضعیت مالی، عملکرد مالی و جریان‌های نقدی واحد تجاری و استفاده از آن در پیش‌بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار و سنجش انعطاف‌پذیری مالی تسهیل می‌شود (سلطانی و همکاران، ۱۳۹۶؛ ۱۵۶). بنابراین، داشتن وجوه نقد کافی شرکت را در برابر تغییرات غیر منتظره انعطاف‌پذیر می‌کند.

از طرف دیگر، طبق پژوهش گراهام و هاروی (۲۰۰۱)، انتخاب ساختار مطلوب سرمایه به ویژگی شرکت‌ها بستگی دارد، انعطاف‌پذیری مالی مهمترین قسمت تعیین ساختار سرمایه شرکت است و می‌توان از آن برای حفظ ظرفیت استقراض به منظور تحصیل و توسعه آتی شرکت یا حداقل کردن بدهی‌ها_ برای جلوگیری از درماندگی مالی_ در مقابل رکودهای اقتصادی استفاده کرد. همچنین مهمترین عامل تأثیرگذار بر تصمیمات استقراضی شرکت‌ها، تقاضای مدیران برای انعطاف‌پذیری مالی است. از طرفی انعطاف‌پذیری مالی به عنوان یکی از مهمترین ابزارهای ساختار سرمایه و عملکرد می‌باشد (طالب‌نیا و تلخایی، ۱۳۹۴؛ ۲). شرکتهای دارای انعطاف‌پذیری مالی ساختار سرمایه مطلوبی دارند که می‌توانند در برابر فشارهای مالی مقاومت کرده و زمانی که فرصت های سودآور پیش آیند وجوه لازم را به منظور سرمایه‌گذاری با حداقل هزینه فراهم کنند (گامبا و تراپنتیس^۸، ۲۰۰۸؛ ۲۲۶۳). بنابراین انتظار داریم توانایی مدیریت^۹ علاوه بر تاثیر مستقیمی که بر درماندگی مالی

می‌گذارد، بتواند از طریق انعطاف‌پذیری مالی نیز_ به عنوان یکی از مهمترین ابزارهای ساختار سرمایه و عملکرد شرکت_ بر درماندگی مالی تاثیر بگذارد.

در ادامه مقاله، ابتدا بر اساس مبانی نظری، ادبیات و پیشینه تحقیق، فرضیه‌های پژوهش استنتاج می‌شود، بعد از آن روش پژوهش، شامل شیوه اجرای طرح پژوهش، نمونه، جمع‌آوری داده‌ها و نحوه آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌شود و در نهایت، نتایج آماری آزمون‌ها بیان شده و بر مبنای یافته‌ها، پیشنهادهای پژوهش ارائه خواهد شد.

۲- مبانی نظری، مرور پیشینه و فرضیه‌ها

۲-۱- مبانی نظری

حسابدار مالی سنتی قادر به محاسبه ارزش واقعی شرکتها نیست و تنها به اندازه‌گیری ترازنامه مالی و دارایی‌های ملموس اکتفا می‌کند. این در حالی است که دنیای امروز، اقتصاد صنعتی را پشت سر گذاشته و وارد اقتصاد مبتنی بر دانش شده است. اقتصاد مبتنی بر دانش، اقتصادی است که در آن تولید و بهره‌برداری دانش، نقش اصلی را در فرآیند ایجاد ثروت ایفا می‌کند. در حقیقت محیط کسب و کار مبتنی بر دانش، مستلزم یک مدل و نامگذاری جدید است که دربرگیرنده دارایی نامشهود و ناملموس است. در چنین شرایطی مفهوم سرمایه فکری توجه روز افزون را به خود جلب کرده است. سرمایه فکری ایجاد کننده مزیت رقابت بین شرکتها می‌باشد بنابراین سرمایه فکری بر وضعیت، عملکرد و انعطاف‌پذیری مالی شرکتها نیز اثر متفاوت خواهد داشت (حسینی و میثاقی، ۱۳۹۳؛ ۶۷). هامبریک و ماسون^{۱۰} (۱۹۸۴) نظریه اقتصاد نئوکلاسیک را که در آن مدیران به عنوان قطعات قابل تعویض یک سازمان که تاثیر بسیار کمی به عنوان یک کل دارند، به چالش کشیدند. آنها بیان داشتند مدیران و ویژگی‌های فردی آنها در عملکرد شرکت بسیار تاثیرگذار و مهم است و توانایی آنها نقش و جایگاه منحصربه‌فردی بر روی سیاست‌های عملیاتی شرکت از جمله عملکرد مالی و منابع مالی دارد. مدیران دارای توانایی بالا، قدرت درک بهتری از شرایط داخلی و خارجی شرکت دارند و علاوه بر برآوردهای با کیفیتی که انجام می‌دهند، به واسطه شناخت و قدرت درک خود، پروژه‌های سودآور را شناسایی کرده و با سرمایه‌گذاری در آنها جریان‌های نقد عملیاتی و عملکرد شرکت را نیز بهبود می‌بخشند (دمرجیان^{۱۱} و همکاران، ۲۰۱۳؛ ۴۶۶). اهمیت انتخاب ساختار مطلوب سرمایه که از شیوه‌های مختلف تامین مالی و دغدغه اصلی مدیران شرکتها است، برای بقای شرکت امری ضروری به حساب می‌آید چرا که ساختار نامناسب در هرشرکتی به ویژه در شرکتهای کوچک، زمینه‌های مختلف فعالیت شرکت را تحت تاثیر قرار داده و می‌تواند به بروز مسائلی نظیر عدم کارایی در بازاریابی محصولات و ناتوانی در به کارگیری مناسب فرصت‌های سرمایه‌گذاری، درماندگی مالی و موارد مشابه آن شود. انعطاف‌پذیری مالی مهمترین قسمت تعیین ساختار سرمایه شرکت است و شرکت‌هایی دارای ساختار سرمایه مطلوبی هستند که انعطاف‌پذیری مالی مناسبی دارند (گامبا و ترینتیس، ۲۰۰۸؛ ۲۲۶۳). همچنین با توجه به مفاهیم مدیریت تقدینگی، مدیران توانا با افزایش سطح

انعطاف‌پذیری مالی و به تبع آن افزایش توان واحد تجاری برای تامین وجه نقد در فاصله کوتاه، می‌تواند توان واريز بدهی شرکت را افزایش داده و با پرداخت بدهی‌ها در سررسید به بقا و تداوم فعالیت آن کمک کرده و با این رویکرد توان تدبیر، اختیار و انعطاف‌پذیری خود در اداره امور را افزایش دهند. مدیران توانا بنا بر انگیزه احتیاطی، انعطاف‌پذیری مالی شرکت را به منظور رویارویی با شرایط غیرمنتظره و افزایش توان واحد تجاری برای مقابله با شرایط بحرانی که ممکن است به بروز درماندگی مالی و ورشکستگی بیانجامد، افزایش می‌دهند. همچنین طبق نظریه نمایندگی، جنسن (۱۹۸۶؛ ۳۲۵) بیان می‌دارد، مدیران محافظه کار نگهداری وجوه نقد در شرکت را به افزایش پرداخت سود تقسیمی به سهامداران ترجیح می‌دهند، مدیران به احتمال زیاد، در برابر تامین مالی از طریق استقراض مقاومت می‌کنند و در نتیجه بخش بزرگی از ظرفیت استقراض شرکت را بلااستفاده می‌گذرانند، چرا که معتقدند استفاده از گزینه استقراض موجب محدود شدن اعمال مدیران می‌گردد و یا طبق نظریه موازنه، نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و به عنوان ذخیره‌ای مطمئن برای مواجهه با زیان‌های غیرمنتظره به شمار می‌رود و پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه است ممکن می‌سازد (اپلر و تیتمن^{۱۲}، ۱۹۹۴؛ ۱۰۲۰). همچنین طبق انگیزه ارزشی، انعطاف‌پذیری مالی در یک شرکت به صورت مستقیم برتأمین مالی آن تأثیر می‌گذارد. مارچیکا و مورا^{۱۳} (۲۰۱۰؛ ۱۳۴۰) دریافتند که شرکت‌های انعطاف‌پذیر از نظر مالی داری ثبات درآمدی بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها هستند که همین امر بر ارزش شرکت تأثیر مثبتی خواهد داشت، این امر را می‌توان بر طبق انگیزه استراتژیک نیز چنین تبیین کرد که مزایای استراتژیک انعطاف‌پذیری مالی، هم از نظر نقدینگی و هم از نظر ظرفیت‌های استقراض، باعث گردیده تا مدیران در صنایع بسیار رقابتی تصمیمات مربوط به نقدینگی را براساس وضعیت انعطاف‌پذیری داخلی شرکت‌های رقیب اتخاذ کنند و با استفاده از مزایای مدیریت نقدینگی بهتر شرکت را قادر سازند تا بحران‌ها و نوسانات جریان‌های نقدی را با یک زمان بندی معین پشت سر بگذارند و از درماندگی مالی جلوگیری کنند.

با توجه به مطالب فوق‌الذکر مدیران دارای توانایی بالا، قدرت درک بهتری از شرایط داخلی و خارجی شرکت دارند و علاوه بر برآوردهای باکیفیتی که انجام می‌دهند، به واسطه شناخت و قدرت درک خود، پروژه‌های سودآور را شناسایی کرده و با سرمایه‌گذاری در آنها جریان‌های نقد عملیاتی و عملکرد شرکت را نیز بهبود می‌بخشند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳؛ ۴۶۶). توانایی مدیران به طور مستقیم بر عملکرد شرکت اثر گذاشته و به تبع آن تصمیمات استفاده‌کنندگان را تحت تأثیر قرار می‌دهند (زندى و تنانى، ۱۳۹۶؛ ۱). اگر توانایی مدیر به عنوان یکی از متغیرهای موثر بر عملکرد بنگاه اقتصادی در نظر گرفته شود_ که می‌تواند منجر به کارایی و بهره‌وری بالاتر شود_ آنگاه می‌توان چنین ادعا کرد که توانایی مدیریت می‌تواند نقش اصلی در تعیین ساختار سرمایه بنگاه اقتصادی ایفا کند و در نتیجه بر درماندگی مالی شرکت اثر گذاشته و شرکت را از این شرایط دور کند. بنابراین

مدیران و توانایی تصمیم‌گیری آنها و قدرت انتخاب آنها از بین انواع روش‌های سرمایه‌گذاری موجب بهبود عملکرد شرکت شده و در نهایت منابع مالی و وجوه نقد را افزایش داده که خود موجبات انعطاف‌پذیری مالی در شرکت را به وجود می‌آورند و حتی با ایجاد روش‌های سرمایه‌گذاری کم ریسک می‌تواند از ورود شرکت به موقعیت‌هایی با مشکلات مالی جلوگیری کرده و از درماندگی مالی و ورشکستگی مصون نگه دارند. از طرفی در استدلال دیگر این اعتقاد وجود دارد که شرکت‌های درمانده درگیر کساد مالی هستند در نتیجه دستیابی به جریان‌های نقدی در آنها به شدت پایین است در این حالت شرکتها برای برآوردن تعهدات مالی جریان نقد کافی ندارند (اوتچوا، ۲۰۰۷؛ ۹). بنابراین داشتن جریان‌های نقد کافی برای شرکت از الزامات انکارناپذیر بوده که شرکت‌ها به دلیل رقابت بسیار زیاد در دستیابی به درآمدها با محدودیت روبرو هستند و همگی این عوامل، درماندگی مالی را افزایش می‌دهند. از سوی دیگر انعطاف‌پذیری مالی، سبب کاهش مخاطرات عملیات مالی و در نتیجه منجر به تداوم فعالیت شرکت می‌شود، بطور کلی هر واحد تجاری که از انعطاف‌پذیری مالی بیشتری برخوردار است، در مجموع با مخاطره کمتری روبه رو می‌شود (چوا، ۲۰۱۲؛ ۱۶).

با توجه به مبانی نظری ارائه شده، انتظار می‌رود مدیران دارای توانایی بالا با اتخاذ سیاست‌های مناسب، انعطاف‌پذیری مالی شرکت را افزایش داده تا از این طریق بتوانند بر درماندگی مالی تاثیر گذاشته و تداوم فعالیت شرکت را حفظ کنند. بنابراین، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اول: توانایی مدیریت با انعطاف‌پذیری مالی رابطه مثبت و معناداری دارد.

فرضیه دوم: توانایی مدیریت و انعطاف‌پذیری مالی، با درماندگی مالی رابطه منفی و معناداری دارند.

فرضیه سوم: توانایی مدیریت بر درماندگی مالی از طریق نقش میانجی انعطاف‌پذیری مالی، تاثیر دارد.

۲-۲- پیشینه پژوهش

مرور مطالعات و پژوهش‌های مرتبط با موضوع از منابع مختلف نظیر دانشگاه‌ها و مراکز تهیه و تدارک‌کننده منابع علمی و پژوهشی، موبد این نکته هستند که پژوهش‌های انجام شده درباره این موضوع اندک است، ولی تحقیقات نسبتاً مشابه انجام شده در داخل و خارج از کشور، به ترتیب زیر ارائه می‌شود:

کردستانی و همکاران (۱۳۹۰؛ ۱۹۱) در پژوهش خود طی سالهای ۱۳۸۰-۱۳۸۶ در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران به مقایسه کارایی نسبت‌های مالی مبتنی بر روش نقدی و روش تعهدی در پیش‌بینی درماندگی مالی، با استفاده از مدل رگرسیون لاجیت و مدل تحلیل ممیزی در ۲۷ شرکت ورشکسته و ۲۷ شرکت غیرورشکسته پرداختند و به این نتیجه رسیدند که نسبت‌های مالی مبتنی بر ترازنامه و سود و زیان در مقایسه با نسبت‌های مالی مبتنی بر صورت جریان نقدی، کارایی بیشتری دارند.

حقیقت و بشیری (۱۳۹۱؛ ۴۹) به بررسی اثر انعطاف‌پذیری مالی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۶ پرداختند. انعطاف‌پذیری مالی از طریق مراحل چرخه حیات شامل تولد، رشد و بلوغ تعریف و به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش فوق نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که در مرحله تولد هستند با ویژگی سود انباشته پایین یا منفی، عدم پرداخت سود سهام و اندازه کوچک، نسبت های اهرمی متعادلی دارند، شرکت‌هایی که در مرحله رشد هستند با ویژگی سود انباشته و جریان های نقدی عملیاتی متعادل، سود سهام پرداختی پایین و اندازه متوسط، نسبت های اهرمی بالایی دارند و شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ هستند با ویژگی سود انباشته و جریان‌های نقدی عملیاتی بالا، سود سهام پرداختی بالا و اندازه بزرگ، اساساً به تأمین مالی درون سازمانی متکی بوده و نسبت های اهرمی پایینی را نگهداری می‌نمایند.

منصورفر و همکاران (۱۳۹۲؛ ۷۴) در پژوهشی تحت عنوان «ترکیب اجزای وجه نقد و پیش‌بینی درماندگی در بورس اوراق بهادار تهران» نشان دادند که برخی از ترکیب‌های جریانهای نقد در ارزیابی عملکرد شرکت و پیش‌بینی درماندگی مالی مفید است.

حاجب و همکاران (۱۳۹۴؛ ۱) در پژوهشی با عنوان «بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه در صنعت مواد و محصولات دارویی» به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها با مدیران توانا تر از اهرم مالی بیشتری استفاده می‌کنند. همچنین، متغیرهای اندازه، دارایی‌های ثابت مشهود، و نامشهود تاثیر معناداری بر اهرم مالی ندارند.

شعری آناقیز و همکاران (۱۳۹۴؛ ۷۳) طی پژوهش خود به بررسی نقش انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه پرداختند. برای این منظور از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۰۸ شرکت انتخاب و اطلاعات مالی مربوط به سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۲ آنها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج بیانگر این است که انعطاف‌پذیری مالی دوره جاری دارای رابطه مثبت و معناداری با ساختار سرمایه است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که برای شرکت‌هایی که دارای ارزش نهایی وجه نقد منفی هستند، انعطاف‌پذیری مالی در تصمیمات ساختار سرمایه دارای الویت می‌باشد. شعری آناقیز و قربانی (۱۳۹۴؛ ۱۶۵) به بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران از منظر بازار پرداختند. قلمرو زمانی پژوهش طی سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ می‌باشد که شامل ۱۵۰ شرکت سال است. نتایج پژوهش حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین انعطاف‌پذیری مالی (بازده جریان‌های نقدی آزاد) و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری (محاسبه شده از طریق شاخص شارپ) و عدم رابطه معنادار بین انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری (محاسبه شده از طریق شاخص ترینر) می‌باشد.

ممتازیان و کاظم‌نژاد (۱۳۹۵؛ ۶۵) پژوهشی با عنوان «تاثیر قابلیت‌های مدیریت و معیارهای عملکرد با استفاده از تحلیل پوششی در بورس اوراق بهادار تهران» انجام دادند که در آن تاثیر متغیرهای اندازه

شرکت و اهرم مالی را کنترل کرده و به این نتیجه رسیدند که بین قابلیت‌های مدیران و معیارهای عملکرد شرکت رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. بدین معنا که با افزایش قابلیت مدیران در استفاده بهتر از منابع و به تبع آن افزایش کارایی کل شرکت، عملکرد شرکت بهبود یافته و از این طریق ثروت سهامداران افزایش می‌یابد.

بار و سایمز (۱۹۹۷؛ ۳۵۸) با بکارگیری تحلیل پوششی داده‌ها دریافته‌اند که توانایی بالاتر مدیران در شرکت منجر به کاهش احتمال ورشکستگی خواهد شد.

(۲۰۰۳؛ ۳۶۱) در پژوهشی با بررسی مدیریت سود در شرکتهای ورشکسته به این نتیجه رسید که مدیران شرکت‌های درمانده مالی در سالهای قبل از ورشکستگی، مدیریت افزایشی سود و درست در سال قبل از ورشکستگی نوعی مدیریت کاهنده سود را انجام می‌دهند. وی نشان داد که حساب‌برسان این شرکتها در سال قبل از ورشکستگی نوعی ابهام در عدم تداوم فعالیت این دسته از شرکتها را اعلام کرده، و از این‌رو مدیران، دست از مدیریت ارقام تعهدی برداشته و این اقدام به شکل ارقام منفی بزرگ درست در سال قبل از ورشکستگی نمایان شده‌اند.

بایون (۲۰۰۷؛ ۲۰) در پژوهشی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی، بدهی و اندازه شرکت را بررسی کرده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اندازه شرکت تأثیر مثبت و با اهمیتی بر بدهی و انعطاف‌پذیری مالی شرکت دارد. همچنین در خصوص شرکت‌های بزرگ‌تر زمانی که اثر سود انباشته کنترل شده است، رابطه مثبت بین بدهی و اندازه شرکت معکوس شده است. آنها در پژوهش خود نتوانستند بین بدهی و اندازه شرکت رابطه روشنی پیدا کنند.

مولینا و پریو (۲۰۰۹؛ ۶۶۳، ۲۰۱۲؛ ۱۸۷) طی پژوهش‌هایی نشان دادند که شرکتهای درمانده مالی به طور قابل توجهی مطالبات تجاری خود را کاهش می‌دهند و تأثیر درماندگی مالی بر سیاست‌های اعتباری برای شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز زیاد بیش از شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز کم است. افزون بر این، نتایج آن‌ها حکایت از این دارد که شرکت‌های درمانده به جای تامین مالی برون سازمانی به تامین مالی کوتاه‌مدت از طریق اعتبارات تجاری روی می‌آورند به ویژه هنگامی که سهم بیشتری از بازار را در اختیار داشته باشند.

لورتی و گرس (۲۰۱۲، ۷۵۱) روش تحلیل پوششی داده‌ها را برای سنجش توانایی مدیریت به کار گرفتند و به این نتیجه رسیدند که احتمال ورشکستگی مدیران توانمند کمتر است. ورودی پژوهش آنها نیروهای عامل و اجرایی (نیروهای انسانی) و خروجی‌ها میزان خسارت‌های واقعی بود که موجب محدودیت‌های شخصی و تجاری شده بود.

کلارک (۲۰۱۰؛ ۳۵) در پژوهش خود نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی، مهمترین نکته‌ای است که در تصمیم‌های مرتبط با ساختار سرمایه و ساختار مالی شرکت‌ها مد نظر قرار می‌گیرد. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که شرکتها با انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، تمایل دارند تا بخشی از ظرفیت بدهی خود را برای آینده حفظ کنند. همچنین در خصوص شرکتهایی که انعطاف‌پذیری مالی بالایی داشتند در

سالهای آینده برای حفظ ظرفیت مازاد بدهی خود، تامین مالی خارجی خود را بیشتر از طریق سرمایه انجام می‌دهند.

نتایج پژوهش مارچیکا و مورا (۲۰۱۰؛ ۱۳۶۱) بیانگر این بود که تحت یک سیاست محافظه کارانه بدهی، شرکتها این قابلیت را خواهند داشت تا یک ساختار مالی انعطاف‌پذیر داشته باشند. دارا بودن انعطاف‌پذیری مالی، شرکتها را قادر می‌سازد تا در زمان شوکهای مثبت بازار برای فرصتهای سرمایه‌گذاری، دسترسی بهتری به منابع مالی داشته باشند و وجوه مورد نیاز خود را برای تامین مالی فرصتهای سرمایه‌گذاری فراهم نمایند. بعد از دوره محافظه کارانه بدهی، شرکتهای دارای انعطاف‌پذیری مالی به شکل عمده‌ای مخارج سرمایه‌ای خود را نسبت به سال قبل افزایش داده‌اند و از طرف دیگر افزایش زیادی در سرمایه‌گذاری آنها مشاهده گردیده است. همچنین دیگر نتایج پژوهش، نشان دهنده این امر است که شرکتهایی که در این پژوهش، به عنوان شرکتهای دارای انعطاف‌پذیری مالی طبقه‌بندی گردیده‌اند، وضعیت بهتری را در بازار داشته‌اند.

اندرو و همکاران (۲۰۱۳؛ ۲۷) در پژوهش خود به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲، ۱۲۲۹) استفاده کردند و رابطه توانایی مدیریت و عملکرد شرکت در طول بحران مالی سال ۲۰۰۸ را مورد بررسی قرار دادند. آنان با بررسی داده‌های مربوط به ۲۳۴۴ شرکت بین سالهای ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۱ به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت رابطه مستقیم دارد و در طول بحران مالی ۲۰۰۸ مدیران تواناتر، منابع شرکت؛ بدهی‌ها و مخارج سرمایه‌ای را نسبت به مدیران دارای توانایی پایین‌تر به صورت کارتری مدیریت کرده‌اند.

لویز و همکاران (۲۰۱۵؛ ۱۷۴) به تحلیل تاثیر درماندگی مالی بر رفتار سرمایه‌گذاری در شرکتهایی از آلمان، کانادا، اسپانیا، فرانسه، ایتالیا، بریتانیا پرداختند و به این نتیجه رسیدند که نفوذ درماندگی مالی بر شرکتها، رفتار سرمایه‌گذاری آنها را تغییر می‌دهد که در این حالت شرکتها با مشکلات مالی بالا فرصتهای کمتری برای سرمایه‌گذاری دارند و در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که کمترین ریسک را داشته باشد.

لی و همکاران (۲۰۱۸؛ ۶۵) در پژوهشی تحت عنوان «توانایی مدیریت و سیاست سرمایه‌گذاری شرکت در شرکت‌های صنعتی ایالات متحده آمریکا» به این نتیجه رسیدند که بین توانایی مدیریت و فرصتهای سرمایه‌گذاری رابطه مثبت وجود دارد و این رابطه تنها در شرکت‌های مالی یا شرکتهایی که دارای موقعیت مالی قوی هستند، قابل توجه‌تر است.

بررسی پژوهش‌های انجام شده داخلی و خارجی نشان می‌دهد، تاکنون به بررسی روابط بین توانایی مدیریت، درماندگی مالی و انعطاف‌پذیری مالی پرداخته نشده است. بنابراین، این امر جنبه نوآوری پژوهش بوده و یکی از اهداف آن پر کردن خلا مطالعاتی در این زمینه است و سوال اصلی پژوهش این است که آیا انعطاف‌پذیری مالی در رابطه بین توانایی مدیریت و درماندگی مالی نقش میانجی ایفا می‌کند؟

۳- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ نوع هدف، کاربردی و از لحاظ روش، پس رویدادی می‌باشد. در پژوهش حاضر برای جمع آوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شد و سپس داده‌های پژوهش از طریق داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با مراجعه به صورت‌های مالی آنها، یادداشت‌های توضیحی، پایگاه‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت شرکت بورس اوراق بهادار و نرم‌افزار ره‌آورد نوین جمع آوری گردید.

همچنین برای آماده سازی متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌ها، از نسخه ۱۶ نرم افزار صفحه گسترده (اکسل) استفاده شده است. ابتدا اطلاعات گردآوری شده در صفحات کاری ایجاد شده در محیط این نرم‌افزار وارد گردیده و پس از محاسبه کلیه متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل‌های پژوهش، به صورت ترکیبی به نرم افزار مورد استفاده که نسخه ۸ نرم افزار Eviews و نسخه ۱۴ نرم افزار Stata می‌باشد، به منظور آزمون منتقل شد.

رابطه بین متغیرها بر اساس داده‌های سری زمانی (سال‌های مورد بررسی) و مقطعی (شرکت‌های مورد بررسی) باهم ترکیب شده و برای آزمون فرضیه‌های مدل از روش رگرسیون چند متغیره و لاجستیک^{۱۴} استفاده شده است.

۳-۱- جامعه آماری، نمونه و دوره زمانی پژوهش

جامعه آماری شامل تمامی شرکتهایی است که در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند. قلمرو زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ بوده که در آن شرکتهایی که دارای شرایط زیر نبودند حذف شدند:

۱. شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۱۲/۲۹ هر سال باشد.
۲. این شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۸ سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گرفته و در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به‌طور فعال در بورس معامله شده باشد.
۳. جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه‌ها) به دلیل متفاوت بودن عملکرد آن‌ها، نباشند؛ زیرا نحوه گزارشگری مالی و ماهیت درآمدها و هزینه‌ها در آن‌ها متفاوت است.
۴. اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش در سال‌های مورد بررسی در دسترس باشد.
۵. در دوره زمانی مورد مطالعه بیش از ۶ ماه وقفه عملیاتی نداشته باشند.

در نهایت با توجه به معیارهای ذکر شده، تعداد ۱۰۴ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری برای انجام پژوهش حاضر انتخاب شد. در پژوهش حاضر تاثیر مشاهدات پرت به دلیل آنکه باعث افزایش واریانس خطا و کاهش دقت و توان آزمون و همچنین برآورد اریب پارامترها

می‌شوند، حذف شدند که شامل مشاهدات پرت کوچکتر (بزرگتر) از صدک اول (صدک ۹۹) می‌باشند. بنابراین تعداد مشاهدات از ۷۲۸ به ۷۱۴ تقلیل پیدا کرد.

در پژوهش حاضر برای آزمون فرضیه اول، از رگرسیون چند متغیره و برای آزمون فرضیه دوم از رگرسیون لاجستیک و همچنین برای بررسی میانجی‌گری انعطاف‌پذیری مالی از آزمون سوبل استفاده شده است.

$$\text{VOFF}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{MA}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{OC}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

$$P(\text{DISTRESS}) = 1 / \{1 + \exp[-(\beta_0 + \beta_1 \text{MA}_{it} + \beta_2 \text{VOFF}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{INCFTL}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{CFOTL}_{it} + \beta_7 \text{QR}_{it} + \beta_8 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it})]\} \quad (۲)$$

۳-۲- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲، ۱۲۳۴) استفاده شد. در این مدل، با استفاده از اندازه‌گیری کارآیی شرکت و سپس وارد کردن آن در رگرسیون خطی چند متغیره به عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌شود. به منظور اندازه‌گیری کارآیی شرکت، دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲؛ ۱۲۳۴)، از مدل تحلیل پوششی داده‌ها^۵ (DEA) استفاده کرده‌اند. تحلیل پوششی داده‌ها تکنیکی است که برای ارزیابی کارایی نسبی واحدهای تصمیم‌گیرنده با استفاده از برنامه ریاضی به کار برده می‌شود. کارایی یک مفهوم مدیریتی است که سابقه‌ای طولانی در علم مدیریت دارد (ویتزل، ۲۰۰۲؛ ۳۸).

در ابتدا با استفاده از رابطه (۱) و نرم افزار Stata کارایی کل شرکت محاسبه می‌شود: رابطه (۱)

$$\text{Max}_{\theta} = \frac{\text{Sales}_{it}}{+v_1 \text{COGS} + v_2 \text{SG\&A} + v_3 \text{NetPPE} + v_4 \text{Goodwill} + v_5 \text{Intan}}$$

Sale: فروش در انتهای دوره، CoGS: بهای تمام شده کالای فروش رفته در انتهای دوره، SG&A: هزینه‌های عمومی اداری و فروش در انتهای دوره، Net PPE: اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات خالص در ابتدای دوره، Good Will: سرقفلی خریداری شده در ابتدای سال، Intan: مانده خالص دارایی‌های نامشهود در ابتدای دوره

در این مدل برای هر کدام از متغیرهای ورودی ضریب خاص، v ، در نظر گرفته شده است زیرا اثر همه متغیرهای ورودی بر خروجی (فروش) یکسان نیست. مقدار محاسبه شده برای کارآیی شرکت در محدوده صفر تا ۱ قرار می‌گیرد که حداکثر کارآیی برابر ۱ و هر چه مقدار به دست آمده کمتر باشد. یعنی کارآیی شرکت پایین‌تر است. هدف ما از محاسبه کارآیی شرکت، اندازه‌گیری توانایی مدیریت است و از آنجا که در محاسبات مربوط به کارآیی ویژگی‌های ذاتی شرکت نیز دخالت دارند، نمی‌توان

توانایی مدیریت را به درستی اندازه‌گیری کرد زیرا متأثر از این ویژگی‌ها، بیشتر یا کمتر از مقدار واقعی محاسبه می‌شود.

دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲؛ ۱۲۳۴) به منظور کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت در مدل خود کارآیی شرکت را به دو بخش جدا یعنی کارآیی بر اساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت تقسیم کردند. آنها این کار را با استفاده از کنترل ۵ ویژگی ذاتی شرکت (اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقدی شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و فروش خارجی (صادرات)) انجام دادند. هر کدام از این ۵ متغیر به عنوان ویژگی‌های ذاتی شرکت، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند یا در جهت عکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود کنند. در رابطه (۲) که توسط دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲؛ ۱۲۳۴) ارائه شده، این ۵ ویژگی کنترل شده‌اند:

$$FirmEfficiency_{it} = \alpha + \beta_1 LN(TotalAssets)_{it} + \beta_2 MarketShare_{it} + \beta_3 FreeCashFlowIndicator_{it} + \beta_4 ln(Age)_{it} + \beta_5 ForeignCurrencyIndicator_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$FirmEfficiency$: کارایی شرکت که از رابطه تحلیل پوششی داده‌ها بدست آمده است،

$LN(TotalAssets)$: لگاریتم جمع دارایی‌های است که از صورت‌های مالی قابل استخراج است،

$MarketShare$: سهم بازار هریک از شرکتها که از رابطه (۳) بدست می‌آید:

رابطه (۳)

$$MarketShare = \frac{\text{مقدار فروش در پایان سال } t}{\text{جمع کل فروش صنعت در پایان سال } t}$$

$FreeCashFlow$: متغیر دامی که در صورت مثبت بودن جریان نقدی آزاد عملیاتی برابر یک و در صورت منفی بودن برابر صفر در نظر گرفته می‌شود. جریان‌های نقدی آزاد به شرح رابطه (۴) محاسبه می‌شود:

$$FCF_{it} = OP_{it} - TAXP_{it} - CIP_{it} - DPP_{it} \quad \text{رابطه (۴)}$$

FCF : جریان‌های نقدی آزاد، OP : سود عملیاتی قبل از استهلاک $TAXP$: مالیات پرداختی، CIP :

هزینه بهره پرداختنی، DPP : سودهای تقسیمی پرداختی.

$ln(age)$: عمر شرکت که برابر لگاریتم طبیعی تعداد سالهایی که شرکت در بورس بوده است، $ForeignCurrencyIndicator$: نماینگر ارز خارجی است، این متغیر دووجهی بدین صورت اندازه‌گیری می‌شود که اگر شرکت مورد نظر صادرات داشته باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

ε : مقدار باقی مانده معادله رگرسیون است که نشان دهنده توانایی مدیریت در شرکت است (در پژوهش حاضر توانایی مدیریت با MA نشان داده شده است).

درماندگی مالی در پژوهش حاضر به عنوان متغیر وابسته می‌باشد. اکثر مطالعاتی که در ایران صورت گرفته دو مفهوم درماندگی مالی و ورشکستگی را یکسان در نظر گرفته‌اند و برای تفکیک شرکت‌های درمانده از ورشکسته از ماده ۱۴۱ قانون تجارت استفاده کرده‌اند که با توجه به مبانی نظری و تفاوت درماندگی و ورشکستگی، نمی‌توان از ماده ۱۴۱ که مشخصاً نشان‌دهنده شرکت‌های ورشکسته است برای تشخیص شرکت‌های درمانده نیز استفاده کرد. لذا در این پژوهش از معیارهای اختصاصی زیر به منظور اندازه‌گیری درماندگی مالی استفاده شده است. به شرکت‌هایی که براساس معیارهای ذکر شده درمانده مالی تشخیص داده شوند ارزش یک و به سایر شرکت‌ها ارزش صفر اختصاص داده می‌شود. شرکت‌هایی به عنوان درمانده مالی تشخیص داده می‌شوند که حداقل یکی از معیارهای زیر را دارا باشند (منصورفر و همکاران، ۱۳۹۲؛ ۸۰):

۱. سه سال متوالی زیان داشته باشند. زیانهای عمده عملیاتی جز نشانه‌های مالی تردید در فرض تداوم فعالیت شرکتها می باشد. گیلبرت و همکاران (۱۹۹۰؛ ۱۶۶) استدلال کردند که استفاده از معیار زیان بیش از سه سال متوالی، به مستثنی کردن شرکت‌هایی که فقط یک سال عملکرد مالی ضعیف داشته‌اند، کمک کرده و باعث به حساب آوردن شرکت‌هایی می‌شود که با تهدید ورشکستگی مواجه‌اند.

۲. سود نقدی برای سه سال متوالی کاهش بیشتر از ۴۰٪ داشته باشد. نپرداختن سود سهام و یا تعویق طولانی در پرداخت آن از نشانه‌های مالی تردید درباره تداوم فعالیت می‌باشد. کاهش سودآوری و به دنبال آن کاهش سود تقسیمی در شرکت‌های درمانده مالی را می‌توان به دو طریق توجیه کرد: الف) وجود مشکلات در تامین مالی خارجی شرکت‌های درمانده ب) هزینه فرصت از دست رفته شرکت. دنیس و دنیس (۱۹۹۵؛ ۱۵۳) دریافتند که شرکت‌هایی که بطور مستمر عملکرد مالی ضعیف دارند، نسبت پرداخت سود سهامشان را کاهش می‌دهند؛ در مقابل شرکت‌هایی که یک بار زیان را تجربه می‌کنند، پرداخت سود تقسیمی خود را کاهش نمی‌دهند و همچنین شرکت‌هایی که عملکرد خیلی خوبی دارند، به احتمال کم سود تقسیمی خود را کاهش می‌دهند زیرا کاهش سود تقسیمی این پیام را مخابره می‌کند که چشم‌انداز شرکت موفق نیست. لا (۱۹۸۷؛ ۱۳۳) و وارد و فاستر (۱۹۹۶؛ ۱۳۷، ۱۹۹۷؛ ۸۶۹) کاهش سود تقسیمی بیش از ۴۰٪ را به عنوان مقیاس درماندگی مالی پیشنهاد کردند.

۳. برای دو سال متوالی، سود قبل از بهره و مالیات و استهلاک، کمتر از ۸۰٪ هزینه بهره باشد. (آسکوئیس و همکاران (۱۹۹۴؛ ۶۳۲) همچنین آنها از نسبت پوشش بهره پایین برای تعریف درماندگی مالی استفاده کردند.

۴. بازده منفی سهام (با کاهش بیش از ۳۰٪) به همراه رشد منفی فروش وجود داشته باشد. از دست دادن بازار عمده فروش محصولات جز نشانه‌های عملیاتی تردید درباره تداوم فعالیت است و اگر با بازده منفی سهام همراه باشد، جزء ویژگی‌های مرحله بدتر شدن عملکرد چرخه درماندگی است. بازده منفی سهام (کاهش بیش از ۳۰٪) نشان از وجود یک رقم پیش‌بینی منفی در شرکت است که

رشد منفی فروش همراه با بازده منفی سهام هشدار برای وجود مشکلات عملیاتی پنهان در کسب و کار روزانه می‌باشد (اپلر و تیتن، ۱۹۹۴؛ ۱۰۳۲).

۵. سه سال متوالی ارزش دفتری هر سهم از ارزش اسمی آن سهم، کوچکتر باشد. گیلبرگ و همکاران (۱۹۹۰) بیان داشتند کوچک بودن ارزش دفتری هر سهم از ارزش اسمی آن به معنای وجود زیان انباشته در شرکت است. هنگامی که سودهای فعلی محرک خوبی را برای سودهای آتی شرکت فراهم نمی‌کند و شرکت با احتمال زیاد با توقف فعالیت یا تصفیه مواجه است، ارزش دفتری از اهمیت فزاینده‌ای در تعیین ارزش شرکت برخوردار است (منصورفر و همکاران، ۱۳۹۲؛ ۸۰).

انعطاف‌پذیری مالی، عبارت است از توانایی واحد تجاری مبنی بر اقدام مؤثر جهت تغییر میزان و زمان جریانهای نقدی، به گونه‌ای که واحد تجاری بتواند در قبال رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره واکنش مناسب نشان دهد. در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی از مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶؛ ۱۹۶۳) که توسط رپ و همکاران (۲۰۱۴؛ ۲۹۷) توسعه داده شده و از معیارهای جدید و با دید رو به جلو اندازه‌گیری شده است، استفاده می‌شود.

مدل (۳)

$$R_{it} - R_{mt} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{it}}{M_{it-1}} + \beta_2 SGR_{it} + \beta_3 \frac{\Delta E_{it}}{M_{it-1}} + \beta_4 T_{it} + \beta_5 Spread_{it} + \beta_6 Tang_{it} + \beta_7 SGR_{it} * \frac{\Delta C_{it}}{M_{it-1}} + \beta_8 \frac{\Delta E_{it}}{M_{it-1}} \frac{\Delta C_{it}}{M_{it-1}} + \beta_9 T_{it} + \beta_{10} Spread_{it} * \frac{\Delta C_{it}}{M_{it-1}} + \beta_{11} Tang_{it} * \frac{\Delta C_{it}}{M_{it-1}} + \beta_{12} \frac{\Delta C_{it-1}}{M_{it-1}} + \beta_{13} \frac{\Delta NA_{it}}{M_{it-1}} + \beta_{14} \frac{\Delta RD_{it}}{M_{it-1}} + \beta_{15} \frac{\Delta I_{it}}{M_{it-1}} + \beta_{16} \frac{\Delta D_{it}}{M_{it-1}} + \beta_{17} L_{it} + \beta_{18} \frac{NF_{it}}{M_{it-1}} + \epsilon_{it}$$

در این مدل:

r_{it} = بازده واقعی سهام

R_{mt} = بازده بازار

$R_{mt} - r_{it}$ = بازده غیرعادی

ΔC = تغییرات وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت شرکت، SGR = لگاریتم رشد فروش شرکت که از تقسیم فروش سال t بر فروش سال $t-1$ بدست می‌آید، ΔE = تغییرات سود شرکت که نشان دهنده سود قبل از بهره و مالیات و اقلام غیرمترقبه می‌باشد، M = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای دوره، T = مالیات، این عامل از تقسیم T_{ct} که نشان دهنده مالیات شرکت، بر T_{it} که نشان دهنده نرخ مالیات بر درآمد شرکتهای بورسی می‌باشد، بدست می‌آید.

$$T_{it} = \frac{T_{ct}}{T_{it}} \quad T_{ct} = \frac{\text{مالیات نقدی پرداختی}}{\text{سود قبل از مالیات}} \quad \text{رابطه (۵)}$$

T_{it} = نرخ مالیات بر درآمد شرکتهای بورسی که برابر با ۲۲٫۵ درصد می‌باشد

$Spread$ = شکاف قیمت، این متغیر نشان دهنده اختلاف بین قیمت خرید و فروش بوده که بصورت

زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{رابطه (۶)} \quad \text{Spread} = \frac{AP - BP}{(AP + BP) / 2}$$

AP (ASK PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام، BP (BID PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام

Tang = نشان دهنده نسبت دارایی‌های مشهود به کل دارایی‌ها، ΔNA = تغییرات خالص داراییها که برابر است با خالص داراییها پس از کسر وجه نقد نگهداری شده، $R\&D$ = هزینه‌های پژوهش و توسعه (این متغیر به دلیل عدم وجود اطلاعات از مدل فوق حذف شد)، ΔI = هزینه بهره، ΔD = تغییرات سود نقدی پرداختی

L = اهرم بازار که از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$\text{رابطه (۷)} \quad L = \frac{\text{کل بدهی ها}}{\text{ارزش بازار صاحبان سهام} + \text{کل بدهی ها}}$$

NF = خالص وجه نقد حاصل از تامین مالی که برابر است با:

وام‌های بلندمدت بانکی + سرمایه ثبت شده + اوراق مشارکت = NF

رابطه (۸)

در ادامه از مدل (۴)، انعطاف‌پذیری مالی را محاسبه می‌کنیم:

$$\text{مدل (۴)} \quad VOFF_{it} = \beta_1 + \beta_7 SGR_{it} + \beta_8 \frac{\Delta E_{it}}{M_{it-}} + \beta_9 T_{it} + \beta_{10} Spread_{it} + \beta_{11} Tang_{it}$$

VOFF: انعطاف‌پذیری مالی

با توجه به رابطه فوق در اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی علاوه بر توجه به وجه نقد نگهداری شده، به سایر عواملی که بسیار در تعیین انعطاف‌پذیری مالی تاثیرگذار هستند، توجه شده است و نوآوری مدل فوق در تعیین انعطاف‌پذیری مالی را نشان می‌دهد.

متغیرهای کنترلی فرضیه اول

Size: لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت، LEV: اهرم مالی، مجموع بدهیها بر مجموع داراییها، ROA: بازده داراییها که برابر با نسبت سود خالص بر کل داراییها، ^{۱۶}OC: درصد سهام سهامدارانی که دارای بیش از ۵ درصد سهام شرکت می‌باشند.

متغیرهای کنترلی فرضیه دوم

علاوه بر متغیرهای SIZE، LEV و ROA متغیرهای زیر نیز به عنوان متغیر کنترلی در فرضیه دوم استفاده شده است.

^{۱۷}INCFTL: جریان نقد خالص از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به کل بدهیها، ^{۱۸}CFOTL: جریان

وجه نقد عملیاتی بر کل داراییها

بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر درماندگی مالی با تاکید بر انعطاف پذیری مالی ۱۶۹/

QR^{۱۹}: مقیاس نقدینگی (نسبت آنی) که حاصل تقسیم، مجموع دارایی های جاری، موجودی مواد و کالا و پیش پرداخت ها به بدهی های جاری است.

۴- یافته های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی به مجموعه روش هایی اطلاق می شود که برای جمع آوری، خلاصه کردن، طبقه بندی و توصیف حقایق عددی به کار می رود. با توجه به نگاره (۱)، پراکندگی مدیران در شرکتها با توانایی های بالا و پایین زیاد بوده و از توزیع نرمال تبعیت نمی کند، همچنین مقدار میانگین (۰/۰۰۱۷۷۹) نشان می دهد تقریباً نیمی از شرکتها مدیران کارایی را به منظور مدیریت عملکرد شرکت انتخاب کردند. نتایج آمار توصیفی انعطاف پذیری مالی نشان می دهد شرکتها به طور متوسط حدود ۲۹ درصد از انعطاف پذیری مالی برخوردار هستند. علاوه بر این با توجه به نتایج آزمون جارج-برا بجز متغیر اهرم مالی، سایر متغیرها از توزیع نرمال پیروی نمی کنند. این امر با توجه به قضیه حد مرکزی که بیان می دارد هرگاه تعداد نمونه بیش از ۳۰ باشد، نرمال نبودن تاثیر چندانی بر نتایج ندارد و می توان از آن چشم پوشی کرد، رفع می شود.

توضیح آنکه آمار توصیفی شرکت های درمانده برحسب معیارهای درماندگی که در نماگر (۲) ارائه شده است، بر حسب شرکت-سال بوده و ممکن است شرکتی در ابتدای دوره درمانده نبوده ولی طی سالهای پایانی دوره درمانده شده باشد. لذا این مهم باید در تجزیه و تحلیل مورد توجه قرار گیرد.

نگاره ۱. آمار توصیفی (کلی)

متغیرها	میانگین	میانه	کمترین	بیشترین	آماره جارج- برا	احتمال
توانایی مدیریت	۰/۰۰۱۷۷۹	۰/۱۵۵۲۹۴	-۲/۲۱۶۲۹۹	۱/۹۱۹۲۰۶	۲۸/۹۸۹۰۱	۰/۰۰۰۰۰۱
انعطاف پذیری مالی	۰/۲۸۹۰۸۲	۰/۱۷۸۵۶۷	-۰/۳۳۰۱۴۹	۲/۲۸۲۰۷	۹۵۶/۹۷۴۳	۰/۰۰۰۰۰۰
اهرم مالی	۰/۵۸۵۹۶۳	۰/۵۸۸۹۴۸	۰/۱۸۹۴۲۹	۱/۰۳۳۷۲۸	۴/۸۴۵۶۹۸	۰/۰۸۸۶۶۹
اندازه شرکت	۱۳/۹۴۰۶۹	۱۳/۶۷۸۳۲	۱۱/۳۲۵۹۸	۱۸/۵۶۷۲۵	۱۵۸/۴۹۷۸	۰/۰۰۰۰۰۰
بازده دارایی	۰/۱۳۱۷۳۳	۰/۱۱۵۲۰۶	-۰/۱۵۶۲۸۸	۰/۵۴۱۰۲۸	۵۰/۴۶۹۳۹	۰/۰۰۰۰۰۰
تمرکز مالکیت	۰/۷۳۵۷۱۲	۰/۷۹۹	۰/۱۳۶۴	۰/۹۶۳۲۱۷	۱۷۱/۲۵۴۹	۰/۰۰۰۰۰۰
نسبت نقدینگی	۰/۸۴۰۰۱۲	۰/۷۷۴۲۵۵	۰/۱۶۳۵۹	۲/۶۸۷۸۰۲	۴۸۷/۷۶۹۱	۰/۰۰۰۰۰۰
جریان نقد						
سرمایه گذاری/کل بدهی ها	-۰/۰۸۵۰۰۶	-۰/۰۴۶۹۶۶	-۰/۹۹۸۷۸۷	۰/۲۷۴۶۲۵	۲۵۴۷/۷۲۶	۰/۰۰۰۰۰۰
جریان نقد						
عملیاتی/کل بدهی ها	۰/۲۸۳۲۸۴	۰/۱۹۰۸۱۵	-۰/۲۸۰۵۲۲	۱/۸۰۹۷۲۹	۸۲۵/۵۵۰۸	۰/۰۰۰۰۰۰

نگاره ۲. آمار توصیفی (برحسب معیارهای درماندگی)

متغیرها	میانگین	میانه	کمترین	بیشترین	آماره جاک-برا	احتمال
توانایی مدیریت	۰/۲۳۰۸۰۴	۰/۶۳۹۶۵۱	-۱/۹۵۱۲۴۴	۱/۱۴۸۰۶۴	۲/۵۶۸۴۹۶	۰/۲۷۶۸۵۹
انعطاف پذیری مالی	۰/۵۱۷۸۹	۰/۲۶۰۲۵۶	-۰/۰۸۱۲۴۳	۲/۰۲۲۲۵۴	۳/۹۳۶۸۳۵	۰/۱۳۹۶۷۸
اهرم مالی	۰/۸۱۵۷۲	۰/۸۹۵۷۳۵	۰/۴۸۳۶۸۳	۰/۹۹۶۷۱۵	۱/۴۹۳۰۶۴	۰/۴۷۴۰۰۸
اندازه شرکت	۱۳/۱۸۷۶۹	۱۲/۷۰۴۵۳	۱۲/۱۵۳۱۶	۱۷/۰۶۱۴۱	۱۷/۳۴۷۰۴	۰/۰۰۱۱۷۱
بازده دارایی	-۰/۰۱۳۹۲۳	-۰/۰۰۵۴۹۱	-۰/۰۱۰۲۶۲۸	-۰/۱۰۶۰۲۱	۱/۳۳۳۶۱۱	۰/۵۱۳۳۴۶
تمرکز مالکیت	۰/۶۶۱۴۰۸	۰/۶۵	۰/۴۲۶	۰/۹۱	۰/۴۷۴۵۵۳	۰/۷۸۸۷۷۳
نسبت نقدینگی	۰/۵۰۹۹۳۵	۰/۴۲۹۶۵۲	۰/۲۵۳۷۸۹	-۰/۹۷۳۳۳۳	۱/۴۰۴۹۹۵	۰/۴۹۵۳۴۷
جریان نقد سرمایه‌گذاری	-۰/۰۰۶۶۵۱	-۰/۰۱۷۸۲۹	-۰/۰۵۳۶۶۳	-۰/۱۷۷۶۳۶	۲۹/۷۴۷۷۸	۰/۰۰۰۰۰
کل بدهی‌ها						
جریان نقد عملیاتی/کل بدهی‌ها	۰/۰۳۰۷۵۲	۰/۰۰۷۳۲۰	-۰/۰۸۷۷۳۱	-۰/۱۸۷۵۱۳	۰/۹۴۶۲۱۷	۰/۶۲۳۰۶۳
توانایی مدیریت	-۰/۷۲۱۵۳۵	-۰/۴۷۳۷۵۵	-۱/۸۵۴۴۱۹	۰/۱۶۳۵۶۸	۰/۳۶۷۷۰۱	۰/۸۳۲۰۶
انعطاف پذیری مالی	۰/۳۳۶۶۴۵	۰/۱۹۵۵۲۸	-۰/۰۵۲۶۳۶	-۰/۸۶۷۰۴۴	۰/۴۰۴۷۲۴	۰/۸۱۶۷۹۹
اهرم مالی	۰/۸۰۷۰۳۸	۰/۸۸۳۸۲۵	۰/۶۴۱۹۱۷	-۰/۸۸۳۸۲۵	۵۲۷۶۰۴	۰/۷۶۸۱۲۶
اندازه شرکت	۱۲/۹۸۱۲۴	۱۲/۸۱۹۸۹	۱۲/۱۵۳۱۶	۱۳/۹۷۰۶۷	۰/۳۳۰۰۶۷	۰/۸۴۷۸۶۵
بازده دارایی	-۰/۰۳۱۶۳۲	-۰/۰۲۰۵۳۳	-۰/۰۱۲۳۴۴۷	-۰/۰۴۹۰۸۴	۰/۳۰۷۹۴۶	۰/۸۵۷۲۹۵
تمرکز مالکیت	۰/۷۶۵۳۳۳	۰/۷۵۶۱	۰/۶۶۴۵	۰/۸۷۵۴	۰/۲۹۳۹۱۹	۰/۸۶۳۳۲۹
نسبت نقدینگی	۰/۳۹۰۷۹۲	۰/۳۸۴۲۴۳	۰/۲۷۷۲۲۷	-۰/۵۱۰۹۰۸	۰/۲۸۶۵۰۷	۰/۸۶۶۵۳۴
جریان نقد سرمایه‌گذاری	-۰/۰۹۶۵۳۹	-۰/۰۵۳۲۵۱	-۰/۰۲۱۴۴۳۳	-۰/۰۲۲۰۰۲	۰/۴۸۲۸۰۶	۰/۷۸۵۵۲۵
کل بدهی‌ها						
جریان نقد عملیاتی/کل بدهی‌ها	۰/۰۷۵۱۱۸	۰/۰۷۴۴۴۷	-۰/۰۲۲۲۶۲	-۰/۱۷۳۱۷	۰/۲۸۱۳۳	۰/۸۶۸۷۸
توانایی مدیریت	-۰/۲۲۵۶۷۵	-۰/۱۸۹۵۳۶	-۱/۳۸۳۶۵	۱/۱۴۸۰۶۴	۰/۸۸۶۳۱۴	۰/۶۴۲۰۰۷
انعطاف پذیری مالی	۰/۳۰۸۷۷۱	۰/۲۴۶۷۹۴	-۰/۱۳۱۲۱۲	۱/۱۳۰۴۷۷	۱/۳۴۵۶۸۵	۰/۵۱۰۲۵۶
اهرم مالی	۰/۷۳۹۱۰۳	۰/۷۳۰۴۳۹	۰/۳۳۶۵۴۴	۱/۰۱۳۲۲۱	۰/۶۱۳۳۲۲	۰/۷۳۵۹
اندازه شرکت	۱۴/۱۲۹۸۷	۱۳/۷۹۲۶۱	۱۱/۸۶۷۱۶	۱۷/۲۴۴۶۲	۰/۵۶۸۷۵۶	۱/۱۲۸۷۱۱۲
بازده دارایی	۰/۰۸۰۱۷۵	۰/۰۴۲۷۲۵	-۰/۰۱۰۲۶۲۸	۰/۴۳۴۷۵۱	۳/۹۱۱۵۹۳	۰/۱۴۱۴۵۲
تمرکز مالکیت	۰/۶۰۵۴۳۸	۰/۶۲۰۶	۰/۱۴۷	۰/۹۳۵۹	۰/۵۴۱۸۵۳	۰/۷۶۲۶۷۲
نسبت نقدینگی	۰/۷۷۵۰۵۰۹	۰/۸۶۳۸۸۲	۰/۲۷۵۸۴۱	۱/۱۶۳۴۰۶	۰/۹۷۸۸۰۸	۰/۶۱۲۹۹۲
جریان نقد سرمایه‌گذاری	-۰/۰۲۵۶۱۵	-۰/۰۱۰۰۵۸	-۰/۰۶۵۳۲۲۵	-۰/۲۴۹۲۷۱	۱۷/۲۸۶۶۱	۰/۰۰۰۱۷۶
کل بدهی‌ها						

معیار اول - سه سال متوالی زیان داشته باشند

معیار دوم - سود نقدی برای سه سال متوالی کاهش بیش از ۴۰ درصد داشته باشند

معیار سوم - برای دو سال متوالی، سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک، کمتر از ۸۰ درصد هزینه بهره باشند

بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر درماندگی مالی با تاکید بر انعطاف پذیری مالی ۱۷۱/

جریان نقد عملیاتی/کل بدهی ها	۰/۲۳۴۳۸۲	۰/۱۶۱۶۷۹۰	-۰/۰۴۳۸۶۶	۱/۱۷۴۷۲۵	۱۴/۱۸۹۸۴	۰/۰۰۰۸۲۹
توانایی مدیریت انعطاف پذیری مالی	-۰/۰۱۹۷۶۷	۰/۱۸۱۶۹۲	-۲/۲۱۵۴۳۴	۱/۴۷۵۹۲۲	۶/۰۶۳۲۶۵	-۰/۰۴۸۸۹۲
اهرم مالی	۰/۶۰۰۸۱۸	۰/۵۶۷۰۹۸	-۰/۳۱۵۷۲۸	۰/۹۷۵۹۳۲	۱/۷۰۳۵۴۰	-۰/۴۲۶۶۵۹
اندازه شرکت	۱۳/۸۹۲۰۶	۱۳/۶۸۲۵۶	۱۱/۷۰۳۹۵	۱۸/۰۸۲۴۷	۱۷/۱۴۲۴۵	-۰/۰۰۰۱۸۹
بازده دارایی	-۰/۰۶۷۰۹۴	۰/۰۶۴۶۲۹	-۰/۱۲۳۴۴۷	-۰/۲۶۸۳۴۸	۰/۷۲۶۰۷	-۰/۶۹۵۵۶۲
تمرکز مالکیت	-۰/۷۰۳۷۶۶	-۰/۷۸۵۵۵	-۰/۱۳۶۴	-۰/۹۵۱۲۳	۵/۴۶۱۹۵۹	-۰/۰۶۵۱۵۵
نسبت نقدینگی	-۰/۷۹۸۳۷۳	-۰/۷۵۰۷۸۸	-۰/۳۳۱۷۵۹	۲/۰۸۵۵۶۱	۲۰/۱۱۱۸۹	-۰/۰۰۰۰۴۳
جریان نقد سرمایه گذاری/کل بدهی ها	-۰/۰۸۴۰۱۶	-۰/۰۴۵۱۳۳	-۰/۸۰۲۳	-۰/۰۸۸۲۹۳	۴۱۳/۰۳۵۸	-۰/۰۰۰۰۰
جریان نقد عملیاتی/کل بدهی ها	-۰/۱۹۴۵۷۵	۰/۱۳۵۶۲۲	-۰/۰۶۹۹۸	-۰/۷۴۵۴۱۴	۹/۱۵۴۶۷۳	-۰/۰۱۰۲۸۲
توانایی مدیریت انعطاف پذیری مالی	-۰/۰۳۲۸۱	۰/۳۲۱۲۶۴	-۲/۱۶۶۰۰۳	۱/۴۳۰۲۱۴	۲/۳۳۳۷۵۴	-۰/۳۱۱۳۳۸
اهرم مالی	-۰/۸۵۳۷۱۱	۰/۸۷۶۸۴۲	-۰/۵۶۱۵۸۹	۱/۰۳۳۷۲۸	۱/۹۶۹۴۳۶	-۰/۳۷۳۵۴۵
اندازه شرکت	۱۳/۱۷۰۴۹	۱۳/۰۱۷۷۷	۱۲/۰۲۸۲۲	۱۵/۲۸۵۵۱	۳/۴۱۸۸۶۶	-۰/۱۸۰۹۶۸
بازده دارایی	-۰/۰۰۰۳۱۳	۰/۰۰۳۹۵۴	-۰/۱۵۶۲۸۷	-۰/۱۶۶۳۱۸	-۰/۵۳۰۳۶۰	-۰/۷۶۷۰۶۸
تمرکز مالکیت	-۰/۵۸۱۳۸۲	-۰/۵۹	-۰/۱۴۷	-۰/۹۰۲۴	-۰/۱۶۶۵۴	-۰/۹۲۰۱۰۳
نسبت نقدینگی	-۰/۶۴۰۰۹۷	-۰/۵۳۹۵۵۰	-۰/۲۷۷۲۲۷	-۰/۳۳۹۱۵۹	۳/۳۰۹۴۲۴	-۰/۱۹۱۱۴۷
جریان نقد سرمایه گذاری/کل بدهی ها	-۰/۰۱۶۷۹۵	-۰/۰۱۰۷۰۵	-۰/۰۷۴۳۷۱	-۰/۰۶۹۵۷۳	۲/۴۳۴۱۸۴	-۰/۲۹۶۰۹
جریان نقد عملیاتی/کل بدهی ها	-۰/۰۸۸۰۴۷	-۰/۰۵۶۷۴۷	-۰/۰۸۷۷۳۱	-۰/۴۴۴۴۹۵	۵/۱۲۵۱۹۶	-۰/۰۷۷۱۰۴

معیار چهارم - بازده منفی سهام (کاهش بیش از ۳۰ درصد) به همراه رشد منفی فروش وجود داشته باشد

معیار پنجم - سه سال متوالی از رشد منفی هر سهم از ارزش اسمی آن سهم، کوچکتر باشد

۴-۲- آزمون نهایی فرضیه اول

در پژوهش حاضر برای بررسی آزمون همخطی ترکیبی بین متغیرهای مستقل از آزمون های تورم واریانس^{۲۰} و تولرانس^{۲۱}، استفاده شده است. نتایج نگاره (۳) نشان می دهد عامل تورم واریانس زیر ۵ و همچنین تولرانس بالای ۱/۰ می باشد و همخطی شدیدی بین متغیرهای توضیحی وجود ندارد. برای آزمون فرضیه، مدل (۱) با رویکرد داده های ترکیبی برآورد شده و نتایج در نگاره (۳) ارائه گردیده است، به منظور تعیین نوع مدل از آزمون های چاو، بروش-پاگان و هاسمن استفاده شد. نتایج نشان می دهد معناداری آماره چاو (۳/۸۵۳) در سطح ۵ درصد در برآورد مدل (۱)، الگوی اثرات ثابت نسبت به الگوی داده های تلفیقی اولویت دارد. برای مشخص کردن ارجحیت بین الگوی اثرات

ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. عدم معناداری آماره هاسمن (۱۱/۷۵۳) نشان می‌دهد در برآورد مدل (۱)، الگوی اثرات ثابت نسبت به الگوی اثرات تصادفی ارجحیت دارد. بنابراین مدل فرضیه پژوهش حاضر از نوع ترکیبی با اثرات ثابت می‌باشد.

با توجه به نتایج نگاره (۳) آماره نسبت راستنمایی^{۲۲} (۵۲۰/۰۷) مشکل ناهمسان واریانس در جملات اخلاص وجود دارد، بنابراین در پژوهش حاضر به منظور رفع این مشکل از تخمین زنده حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. همچنین از دیگر مفروضات مهم رگرسیون خطی صفر بودن کوواریانس بین جملات خطا در طول زمان یا به عبارت دیگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا می‌باشد، نقض این فرض ضریب تعیین تخمین زده شده را بیش از حد واقعی نشان داده و باعث نتیجه‌گیری نادرست می‌شود. با توجه به آماره وولدریج (۰/۹۶۵) در سطح ۵ درصد و با احتمال آماره ۰/۳۲۸۲ مشکل خودهمبستگی بین جملات خطا وجود ندارد.

نگاره ۳. آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال آماره	VIF	Tolerance
توانایی مدیریت	۰/۰۱۰۶۱۹	۰/۰۰۳۲۸۴	۳/۲۳۳۳۸۶۸	۰/۰۰۱۳	۱/۰۲۵۱	۰/۹۷۵۵
اهرم مالی	۰/۰۸۹۷۱۷	۰/۱۰۵۶۳۲	۰/۸۴۹۳۴۲	۰/۳۹۶۱	۱/۷۲۸۷	۰/۵۷۸۵
بازده دارایی	۰/۳۱۸۹۵۹	۰/۱۱۸۴۰۹	۲/۶۹۳۷۰۱	۰/۰۰۷۳	۱/۷۳۹	۰/۵۷۵۱
اندازه شرکت	۰/۰۵۷۷۰۴۷	۰/۰۱۴۳۸۰	۳/۹۶۷۲۴۶	۰/۰۰۰۱	۱/۰۶۹۷	۰/۹۳۴۹
تمرکز مالکیت	-۰/۱۴۴۴۶۳	۰/۰۴۸۱۴۸	-۳/۰۰۰۳۷۱	۰/۰۰۲۸	۱/۱۷۴۵	۰/۸۵۱۴
عرض از مبدا	-۰/۴۹۵۲۹۱	۰/۲۱۵۶۸۵	-۲/۲۹۶۳۵۹	۰/۰۲۲۰
ضریب تعیین	۰/۶۴۹۱۳۶		آماره بروش-باگان (معناداری)			(۰/۰۰۰)۱۲۳/۴۵۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۷۹۳۵۰		آماره هاسمن (معناداری)			(۰/۰۳۸۳)۱۱/۷۵۳
آماره دوربین-واتسون	۲/۱۰۱۹۸۱		آماره وولدریج (معناداری)			(۰/۳۲۸۲)۰/۹۶۵
آماره F (معناداری)	(۰/۰۰۰)۹/۳۰۱۹۱۴		آماره آزمون ویگنیز-یوی (معناداری)			(۰/۰۰۰۰)۵۲۰/۰۷
آماره چاو (معناداری)	(۰/۰۰۰۱)۳/۵۸۳					

با توجه به نتایج آزمون فوق، معناداری آماره فیشر نشان می‌دهد مدل در حالت کلی معنادار است، به عبارت دیگر اثرات ناشی از متغیرهای توضیحی نسبت به جملات اخلاص درخور توجه و تاثیرگذارتر است، با توجه به ضریب تعیین حدود ۶۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی پژوهش تبیین می‌شود، همچنین با توجه به آماره دوربین-واتسون (۲/۱۰۱۹۸۱) مشکل مربوط به خودهمبستگی جملات خطا رفع شده و خروجی‌های مدل قابل اتکا و قابل اعتماد می‌باشند. با توجه به احتمال آماره t برای متغیر توانایی مدیریت (۰/۰۱۰۶۱۹)، در سطح ۵ درصد می‌توان به این نتیجه رسید که دلیلی بر صفر بودن ضریب متغیر توانایی مدیریت وجود نداشته و بر متغیر وابسته تاثیرگذار است و رابطه مستقیمی با آن دارد، به عبارت دیگر همانطور که اشاره شد،

مدیران توانمند قدرت درک بهتری از شرایط داخلی و خارجی سازمان دارند و با تاثیرات مستقیمی که بر عملکرد شرکت می گذارند، موجب افزایش انعطاف پذیری مالی شرکت می شوند. با توجه به نتایج نگاره (۳)، اهرم مالی در سطح ۵ درصد تاثیر معناداری بر انعطاف پذیری مالی ندارد ولی رابطه بین آنها مستقیم می باشد. نتایج پژوهش نشان می دهد، متغیرهای بازده دارایی و اندازه شرکت بر متغیر انعطاف پذیری مالی تاثیر گذار هستند و رابطه مستقیمی با آن دارند. همچنین با توجه احتمال آماره متغیر تمرکز مالکیت، در سطح ۵ درصد فرضیه صفر رد شده و این متغیر بر انعطاف پذیری مالی تاثیرگذار بوده و با آن رابطه معکوسی دارد، بنابراین هر چقدر درصد تمرکز مالکیت افزایش یابد انعطاف پذیری مالی کاهش می یابد.

۴-۳- آزمون نهایی فرضیه دوم

برای آزمون فرضیه دوم از رویکرد لاجستیک استفاده شد. نتایج آزمون نهایی فرضیه دوم در نگاره (۴) ارائه شده است.

با توجه به نگاره (۴)، عامل تورم واریانس زیر ۵ و تولرانس بالای ۰/۱ است، بنابراین بین متغیرهای مستقل همخطی شدید وجود ندارد. همچنین با توجه به بی معنا بودن آماره بروش-پاگان (۰/۶۹) رویکرد مدل دوم تلفیقی می باشد.

نگاره ۴. آزمون فرضیه دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال آماره	VIF	Tolerance
توانایی مدیریت	-۰/۲۳۲۷۵۳	۰/۰۹۶۰۰۷	-۰/۴۲۴۳۳۱	۰/۰۱۵۳	۱/۰۲۲۷	۰/۹۷۷۸
انعطاف پذیری مالی	-۰/۲۹۱۴۵۲	۰/۱۳۹۲۵۶	-۲/۰۹۲۹۲۵	۰/۰۳۶۸	۱/۰۳۰۴	۰/۹۷۰۵
اهرم مالی	۳/۹۳۰۶۴۳	۱/۲۶۰۲۱۳	۳/۱۱۹۰۳۲	۰/۰۰۱۵	۱/۸۹۷۷	۰/۵۲۷۰
بازده دارایی	۳/۹۳۰۶۴۳	۱/۲۶۰۲۱۳	۳/۱۱۹۰۳۲	۰/۰۰۱۵	۱/۸۹۷۷	۰/۵۲۷۰
اندازه شرکت	-۸/۳۰۰۹۹۷	۱/۹۴۵۸۷۵	-۴/۲۶۵۹۴۶	۰/۰۰۰۰	۲/۱۸۰۶	۰/۴۵۸۶
نسبت نقدینگی	-۰/۱۶۷۱۲۹	۰/۱۱۸۹۸۵	-۱/۴۰۴۶۲	۰/۱۶۰۱	۱/۰۶۹۹	۰/۹۳۴۷
جریان نقد	۰/۵۶۶۷۱۵	۰/۵۱۴۵۷	۱/۱۲۰۷۷۱	۰/۲۶۲۴	۱/۳۰۶۷	۰/۷۶۵۳
سرمایه گذاری/کل بدهی ها	-۱/۲۰۳۷۳۶	۱/۴۱۵۷۹	-۰/۸۵۰۲۲۲	۰/۳۹۵۲	۱/۳۸۸۹	۰/۷۲
جریان نقد	۰/۷۳۰۹۵۲	۰/۷۴۰۱۱۴	۰/۹۸۷۶۲۱	۰/۳۲۲۳	۲/۲۶۵۶	۰/۰۴۴۱۴
عملیاتی/کل بدهی ها	-۲/۳۰۹۷۶۹	۱/۶۶۰۰۵۳	-۱/۳۹۱۳۸۳	۰/۱۶۴۱
عرض از مبدا						
ضریب تعیین مک فادن			۰/۱۶۳۳۲۰			
آماره بروش-پاگان(معناداری)			(۰/۲۰۳)۰/۶۹			
آماره نسبت راستنمایی(معناداری)			(۰/۰۰۰۰۰)۶۸/۶۳۸۲			
آماره هاسمر-لمشو(معناداری)			(۰/۱۴۴۴)۱۲/۱۵۴۸			
آماره اندروز(معناداری)			(۰/۱۸۹۷)۱۳/۶۴۶۴			

با توجه به آماره نسبت راستنمایی (معناداری) $68/6382$ ($0/0000$) در نگاره (۴)، کلیت مدل معنادار است. ضریب تعیین مک‌فادن^{۲۳} نشان می‌دهد متغیرهای مستقل پژوهش حدود ۱۷ درصد از عوامل تبیین درماندگی و عدم درماندگی را مشخص می‌کنند، همچنین معنادار نبودن آماره هاسمر-لمشو^{۲۴} (معناداری) و آماره اندروز^{۲۵} (معناداری) به ترتیب برابر $12/1548$ ($0/1444$)، $13/6464$ ($0/1897$) بوده که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل در تبیین مشاهدات متغیر وابسته از نیکویی‌برازش^{۲۶} مناسبی برخوردار هستند. در تحلیلی دیگر می‌توان چنین بیان کرد که با توجه به منفی بودن ضریب توانایی مدیریت و بی‌معنادار بودن آماره t می‌توان به این نتیجه رسید که بین توانایی مدیریت و درماندگی، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر با افزایش توانایی‌های مدیریت و تصمیم‌گیری صحیح مدیران درماندگی مالی شرکتها کاهش یافته و وضعیت آنها بهبود می‌یابد. همچنین با توجه به منفی بودن ضریب انعطاف‌پذیری مالی و بی‌معنا بودن آماره t در سطح ۵ درصد می‌توان به این نتیجه رسید که انعطاف‌پذیری مالی با درماندگی مالی رابطه منفی و معناداری دارد و با افزایش انعطاف‌پذیری مالی احتمال درمانده نشدن شرکتها افزایش می‌یابد. همچنین با توجه به احتمال آماره و ضریب متغیر اهرم مالی می‌توان به این نتیجه رسید که اهرم مالی با درماندگی مالی شرکتها رابطه مستقیمی دارد و با افزایش میزان بدهی‌ها درماندگی مالی شرکتها نیز افزایش می‌یابد. ضرایب و معناداری متغیرهای بازده دارایی با درماندگی مالی نشان می‌دهد بین این متغیرها و درماندگی مالی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد به عبارت دیگر با افزایش سود خالص شرکت، وضعیت شرکتها بهبود می‌یابد و شرکت به خوبی می‌تواند فعالیت‌های خود را انجام داده و به تعهدات خود عمل کند. به علاوه نتایج نشان‌دهنده عدم تاثیرگذاری متغیرهای اندازه شرکت، نسبت آبی و نسبت جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به کل بدهی‌ها و نسبت جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بر درماندگی مالی می‌باشد.

۴-۴-۴-آزمون فرضیه سوم

در پژوهش حاضر به منظور بررسی تاثیر میانجی‌گری متغیر انعطاف‌پذیری مالی از آزمون سوبل^{۲۷} استفاده شد. نتایج آزمون فوق که در نگاره (۵) ارائه شده است نشان می‌دهد علی‌رغم نتایج بدست آمده در فرضیه های اول و دوم، فرضیه سوم پژوهش با توجه به معنا بودن آماره t و تایید فرضیه صفر آزمون سوبل مبنی بر عدم میانجی‌گری متغیر میانجی، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، رد شده و بیان می‌دارد انعطاف‌پذیری مالی به عنوان متغیر میانجی در رابطه بین توانایی مدیریت و درماندگی مالی نمی‌باشد.

نگاره ۵. آزمون سوبل

نتیجه	احتمال	آماره t
تایید فرضیه صفر	۰/۰۷۸۹	-۱/۷۵۷

۵- نتیجه گیری و پیشنهادها

در این پژوهش تاثیر مدیریت بر درماندگی مالی با توجه به نقش انعطاف‌پذیری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. با تمرکز بر انگیزه‌های احتیاطی، ارزش شرکت و استراتژیک و همچنین نظریه نمایندگی و نظریه اقتصاد نئوکلاسیک (برای روشن کردن اهمیت بیشتر مدیران به عنوان یکی از مهمترین عناصر شرکت) و همچنین با داشتن دید رو به جلو و جدید در محاسبه انعطاف‌پذیری مالی، ضمن سنجش توانایی مدیریت و رد نظریه اقتصاد نئوکلاسیک، تاثیر آن بر انعطاف‌پذیری مالی، مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد، مدیران توانا طبق انگیزه احتیاطی به منظور رویارویی با شرایط غیرمنتظره؛ انگیزه ارزشی به منظور تاثیری که انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های تامین مالی دارد؛ انگیزه استراتژیک و نظریه نمایندگی به منظور افزایش ظرفیت‌های استقراض و همچنین به منظور افزایش سودآوری، کاهش هزینه‌های بیرونی همچون انتشار سهام، افزایش برگشت‌پذیری سرمایه از طریق داشتن انعطاف‌پذیری در فروش دارایی‌های مشهود، با افزایش سطح نگهداشت وجه نقد اقدام به افزایش انعطاف‌پذیری مالی شرکت می‌کنند تا از این طریق واحد تجاری بتواند در قبال رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره واکنش مناسب نشان دهد. بدیهی است هرچه انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری بیشتر باشد، توانایی پاسخگویی در قبال فرصت‌های غیرمنتظره بیشتر خواهد بود. علاوه بر این با توجه به نتایج بدست آمده توانایی مدیریت و انعطاف‌پذیری مالی تاثیر معنادار و معکوسی بر درماندگی مالی شرکتها دارند؛ به عبارت دیگر با افزایش توانایی‌های مدیریت و انعطاف‌پذیری مالی، درماندگی مالی و مشکلاتی که از قبال آن به وجود می‌آید، کاهش پیدا می‌کند. بنابراین افزایش توانایی مدیران و انعطاف‌پذیری مالی موجب کاهش درماندگی مالی و به تبع آن تداوم فعالیت برای شرکت خواهد شد. همچنین از آنجا که یکی از مهمترین دلایل ورشکستگی شرکت‌ها در ایران، نوسانات اقتصادی به عنوان عامل برون سازمانی و بالاتر بودن هزینه‌های تولید، هزینه بهره پرداختی و عدم تعیین مناسب ساختار سرمایه به عنوان عوامل درون سازمانی می‌باشد (کردستانی و همکاران، ۱۳۹۰؛ ۱۹۱) تصمیم‌های ضعیف و مهارت پایین مدیران می‌تواند شرکت را به سمت ورشکستگی سوق دهد (لورتی و گرس، ۲۰۱۲؛ ۷۵۱). بنابراین مدیران توانا به واسطه دانش و آگاهی بالایی که با شرایط کلان اقتصادی، مشتریان، سرمایه‌گذاران و بازار و همچنین به عنوان یکی از پرنفوذترین متغیرهای عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی، می‌توانند با تعیین ساختارهای مناسب سرمایه و در نتیجه افزایش انعطاف‌پذیری مالی به عنوان مهمترین جزء ساختار سرمایه، شرکت را قادر سازند تا با رکودهای مالی و اقتصادی، شوکهای منفی و ناخوشایند مقابله کرده و با کاهش مشکلات نقدینگی و ایجاد جریان‌های نقدی کافی

در شرکت به عنوان یکی از الزامات انکارناپذیر در امر رقابت و همچنین افزایش سودآوری، افزایش فرصت‌های رشد، کاهش هزینه‌های خارجی، عمل به تعهدات در سررسید و سرمایه‌گذاری با سهولت بیشتر، از بروز درماندگی و متعاقبا ورشکستگی مالی در شرکتها و بنگاه‌های اقتصادی جلوگیری کنند و تداوم فعالیت شرکت را مهیا سازند. همچنین نتایج پژوهش نشان داد اگرچه انعطاف‌پذیری مالی به عنوان عنصر مهم و تاثیرگذار بر عملکرد مالی شرکتها می‌باشد اما نمی‌تواند به عنوان میانجی رابطه بین توانایی مدیریت و درماندگی مالی باشد.

با توجه به نتایج پژوهش، به سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران، اعتبار دهندگان و مالکان شرکتها سرمایه‌گذار توصیه می‌شود به هنگام سرمایه‌گذاری، دادن اعتبار و یا تحلیل عملکرد شرکتها به توانایی و ثبات مدیریت، گذشته شرکت و عملکرد آن در شرایط بحرانی به منظور شناسایی میزان انعطاف‌پذیری مالی توجه کنند و به بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود به صورت ادواری شرکتها را از نظر توانایی‌های مدیریت با توجه به شاخص کارایی و عملکرد آنها و همچنین با توجه به معیارهای انعطاف‌پذیری مالی رتبه‌بندی نمایند تا هم بر شفافیت بازار افزوده شود و هم سرمایه‌گذاران بتوانند با اتکا بر آنها تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند.

تاکنون پژوهش مشابهی در ایران صورت نگرفته است، لذا پژوهش‌های مشابه خارجی که تا حدودی نتایج آنها نزدیک به پژوهش حاضر می‌باشد شامل پژوهش لورتی و گرس (۲۰۱۲؛ ۷۵۱) و بار و سایمز (۱۹۹۷؛ ۳۴۱) است که از روش تحلیل پوششی داده‌ها برای سنجش توانایی مدیریت استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که احتمال ورشکستگی مدیران توانمند کمتر است. ارسال و فلوراکیس (۲۰۰۹؛ ۳۲۰) در پژوهش خود نشان دادند شرکتهايي که در طول دوره بحران مالی انعطاف‌پذیری مالی داشته‌اند، توانایی بیشتری در جذب فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند، همچنین شرکتهايي دارای انعطاف‌پذیری مالی، نسبت به شرکتهايي که انعطاف‌پذیری کمتری دارند، عملکرد بهتری داشته‌اند. اندرو و همکاران (۲۰۱۳، ۲۷) که به بررسی توانایی مدیریت با عملکرد مالی در دوران بحران ۲۰۰۸ پرداختند، به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت رابطه مستقیم دارد و در طول بحران مالی ۲۰۰۸ مدیران تواناتر منابع شرکت، بدهی‌ها و مخارج سرمایه‌ای را نسبت به مدیران دارای توانایی پایین‌تر، به صورت کاراتری مدیریت کردند.

پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین توانایی مدیریت با درماندگی مالی از طریق میانجی‌گری انعطاف‌پذیری مالی پرداخته است و با توجه به رد میانجی‌گری انعطاف‌پذیری مالی، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود به بررسی تاثیر متغیر انعطاف‌پذیری مالی به عنوان تعدیلگر در ارتباط بین توانایی مدیریت و درماندگی مالی بپردازند.

توجه به این نکته حائز اهمیت است که مدل به کار رفته در محاسبه کارایی شرکتها با توجه به صنعت ایران در مواردی به دلیل نداشتن کاربرد یا دسترسی به متغیرها با محدودیت‌هایی روبرو شد که از جمله این محدودیت‌ها دسترسی نداشتن به متغیرهای خالص اجاره عملیاتی و مخارج پژوهش و

توسعه است که از مدل فوق حذف شدند که این موضوع باید به هنگام تعمیم نتایج مورد توجه قرار گیرد.

یادداشت‌ها

- | | |
|--------------------------|--|
| 1. Financial Distress | 15. Data Envelopment Analysis |
| 2. Bankruptcy | 16. Ownership Concentration |
| 3. Al-Attar | 17. Cash Flow From Investing Activities / Total Liabilities (INCFTL) |
| 4. Molina & Peri | 18. Cash Flow from Operating Activities / Total Liabilities (CFOTL) |
| 5. Outecheva | 19. Quick Ratio (QR) |
| 6. Financial Flexibility | 20. Variance Inflation Factors (VIF) |
| 7. Graham & Harvey | 21. Tolerance |
| 8. Gamba & Triantis | 22. Likelihood ratio |
| 9. Management Ability | 23. Mc Fadden |
| 10. Hambrick & Mason | 24. Hosmer-Lemeshow |
| 11. Demerjian | 25. Andrews |
| 12. Opler & Titman | 26. Goodness of fit |
| 13. Marchica & Mura | 27. Sobel |
| 14. Logistics | |

کتاب نامه

۱. حاجب، حمیدرضا؛ غیوری مقدم، علی؛ و محمدجواد، غفاری. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه در صنعت مواد و محصولات دارویی. *حسابداری سلامت*: ۳ (۹): ۱-۱۷.
۲. حسنی، محمد؛ میناچی، مهری. (۱۳۹۳). کنش سرمایه فکری در بیان انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*: ۶ (۳): ۶۷-۸۴.
۳. حقیقت، حمید؛ بشیری، وهاب. (۱۳۹۱). تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر چرخه حیات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*: ۲ (۶): ۴۹-۷۱.
۴. خلیفه سلطانی، سیداحمد؛ اسماعیلی، فاطمه. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر چرخه تجاری بر پایداری مدل‌های پیش‌بینی ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*: ۴ (۱): ۱-۲۲.
۵. زندی، آناهیتا؛ تنانی، محسن. (۱۳۹۶). رابطه هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*: ۹ (۳۵): ۱-۲۲.

۶. سلطانی، اصغر؛ فرهمند، شکوفه؛ عربی، رسول. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر سرمایه در گردش و انعطاف پذیری مالی بر توان رقابتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری: ۶ (۲۲): ۱۵۳-۱۷۵.
۷. شعری آناقیز، صابر؛ رحمانی، علی؛ بولو، قاسم؛ محسنی ملکی، محسن. (۱۳۹۴). بررسی نقش انعطاف پذیری مالی در سرعت تعدیل اهرم مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری مالی: ۲ (۲): ۷۳-۸۷.
۸. شعری آناقیز، صابر؛ قربانی، ناهید. (۱۳۹۴). رابطه انعطاف پذیری مالی با عملکرد شرکتهای سرمایه گذاری در ایران از منظر بازار در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشهای تجربی حسابداری: ۴ (۳): ۱۶۵-۱۸۰.
۹. طالب نیا، قدرت اله؛ تلخابی، فاطمه. (۱۳۹۴). مروری بر روش های ارزیابی میزان انعطاف پذیری مالی در شرکتهای سومین کنفرانس بین المللی مدیریت، اقتصاد و حسابداری. سازمان مدیریت صنعتی نمایندگی آذربایجان شرقی، https://www.civilica.com/Paper-NDMCONFT03-NDMCONFT03_014.html.
۱۰. فتوحی، سعید؛ هاشمی، عباس؛ فیروزکوهی، زهرا؛ و عجم، علیرضا. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر هزینه های اختیاری غیر عادی بر نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی: ۱۹ (۷۰): ۵۱-۶۲.
۱۱. کمیجانی، اکبر؛ سعادت فر، بداد. (۱۳۸۵). تعیین مدل بهینه احتمال شرطی برای پیش بینی ورشکستگی اقتصادی در ایران. ماهنامه مفید: ۱۲ (۵۷): ۳-۲۸.
۱۲. کردستانی، غلامرضا؛ غیور، فرزاد؛ آشتاب، علی. (۱۳۹۰). مقایسه کارایی نسبت های مالی مبتنی بر روش نقدی و روش تعهدی در پیش بینی درماندگی مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بورس اوراق بهادار: ۴ (۱۵): ۱۹۱-۲۰۵.
۱۳. محمود آبادی، حمید؛ غیوری مقدم، علی. (۱۳۹۰). رتبه بندی اعتباری توان مالی پرداخت اصل و فرع بدهی ها با استفاده از تحلیل پوششی داده ها. دانش حسابداری: ۲ (۴): ۱۲۵-۱۴۳.
۱۴. ممتازیان، علیرضا؛ کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین قابلیت های مدیریت و معیارهای عملکرد با استفاده از تحلیل پوششی داده ها. پژوهش های تجربی حسابداری: ۵ (۴): ۶۵-۸۸.
۱۵. منصورفر، غلامرضا؛ غیور، فرزاد؛ لطفی، بهناز. (۱۳۹۲). ترکیب اجزای جریان نقد و پیش بینی درماندگی مالی در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری و حسابرسی: ۲ (۱۸): ۷۴-۸۷.
۱۶. مهرانی، ساسان؛ مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی؛ هاشمی، میر محمد جواد. (۱۳۹۴). مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی: ۷ (۲۸): ۴۳-۵۶.

17. Al-Attar, A., Hussein, S., & Zuo, L. (2008). Earnings quality, bankruptcy risk and future cash flows. *Accounting and Business Research*, 1 (9): 5-20.
18. Andreou, p., Ehrlich, D. & Louca, C. (2013). Managerial ability and firm performance: Evidence from the global financial crisis. *Working paper*. Available at <http://www.mfsociety.org>.
19. Arslan, O., Florackis, C., & Ozkan, A. (2006). The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market. *Emerging Markets Review*, 7 (4): 320-338.
20. Asquith, P., Gertner, R., & Sharfstein, D. (1994). Anatomy of Financial Distress: An Explanation of Junk Bond Issuers. *The Quarterly Journal of Economics*, 109 (3): 625-658.
21. Barr, R., & T, Siems. (1997). Bank failure prediction using DEA to measure management quality. *Kluwer Academic Publishers, Boston*, 7 (3): 341-360.
22. Byoun, s. (2007). Financial flexibility, leverage and firm size. Hankamer School of Business: Baylor University, 2007 - baylor.edu.
23. Chua, SH. (2012). Cash holdings, Capital structure and financial flexibility. Ph.D Thesis submitted to *the University of Nottingham*.
24. Clark, B. (2010). The impact of financial flexibility on capital structure decisions: Some empirical evidence Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1499497> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1499497>.
25. DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility. Marshall School of Business Working Paper No. FBE 02-06. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=916093> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.916093>.
26. Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F. & Mcvay, S. E. (2013). Managerial ability and earning quality. *The Accounting Review*, 88 (2): 463-498.
27. Demerjian, P., Lev, B., & Mc Vay, S. (2012). Quantifying Management Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science*, 58 (7): 1229-1248.
28. Denis, D., & Denis, D. (1995). Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalizations. *Journal of Financial Economics*, 37 (2): 129-157.
29. Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*, 61 (4): 1957-1990.
30. Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *Journal of Finance*, 63 (5): 2263-2296.
31. Gilbert, L. R., K. Menon., & K. B. Schwartz. (1990). Predicting Bankruptcy for Firms in Financial Distress. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17 (1): 161-171.
32. Graham, J., Harvey, C., & Rajgopal, S. (2011). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40 (3): 3-73.
33. Hambrick, D. C., & Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9 (2): 193-206.
34. Jensen, M. (1986). Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Financing and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 323-329.

35. Lau, A. (1987). A Five-Stage Financial Distress Prediction Model. *Journal of Accounting Research*, 25 (1): 127-138.
36. Lee, CH., Wang, CH., Chiu, W. & Tien, T. (2018). Managerial ability and corporate investment opportunity. *International Review of Financial Analysis*. 57 (): 65-76.
37. Leverty, J., & M, Grace. (2012). Dupes or incompetents? An examination of management's impact on firm distress. *The Journal of Risk and Insurance*. 79(3): 751-783.
38. Lopez, C., Sanfilippo, S., & Torre, B. (2015). Investment Decisions of Companies in Financial Distress. *Business Research Quarterly*. 18 (3): 174-187.
39. Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39 (4): 1339-1368.
40. Molina, C. A., & Preve, L. A. (2009). Trade receivables policy of distressed firms and its effect on the costs of financial distress. *Financial Management*, 38(3): 663-686.
41. Molina, C. A., & Preve, L. A. (2012). An Empirical Analysis of the Effect of Financial Distress on Trade Credit. *Financial Management*, 41 (1): 187-205.
42. Opler, T., & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *The Journal of Finance*, 49 (3): 1015-1040.
43. Outecheva, N. (2007). Corporate financial distress: An empirical analyze of distress risk. Ph.D dissertation, University of st. Gallen, Switzerland.
44. Rapp, M, S., Schmid, T., & Urbon, D. (2014). The Value of Financial Flexibility and Corporate Financial Policy. *Journal Corporate Finance*. 29(2): 288-302.
45. Rosner, R. L. (2003). Earnings manipulation in failing firms. *Contemporary Accounting Research*, 20 (2): 361– 408.
46. Ward, T. J., & B. P. Foster. (1996). An Empirical Analysis of Thomas's Financial Accounting Allocation Fallacy Theory in a Financial Distress Context. *Accounting and Business Research*, 26 (2): 137-152.
47. Ward, T. J., & B. P. Foster. (1997). A Note on Selecting a Response Measure for Financial Distress. *Journal of Business Finance and Accounting*, 24 (6): 869-879.
48. Witzel, M. (2002). A Short History of Efficiency. *Business Strategy Review*, 13 (4): 38-47.